

Tenedores TES

Estabilidad agregada,
recomposición interna y efecto
TRS

**Wilson Tovar**

Gerente

wtovar@accivalores.com**Maria Alejandra Martinez Botero**

Directora

maria.martinez@accivalores.com**Laura Sophia Fajardo Rojas**

Analista de divisas

laura.fajardo@accivalores.com**Hugo Camilo Beltran Gomez**

Analista de renta variable

hugo.beltran@accivalores.com**Lyhz Valentina Tovar Rodriguez**

Practicante

lyzh.tovar@accivalores.com[@accionesyvaloressa](https://www.youtube.com/@accionesyvaloressa)[@accivaloressa](https://twitter.com/accivaloressa)[Acciones y Valores](https://www.linkedin.com/company/acciones-y-valores)

[Suscríbete a nuestros informes](#)

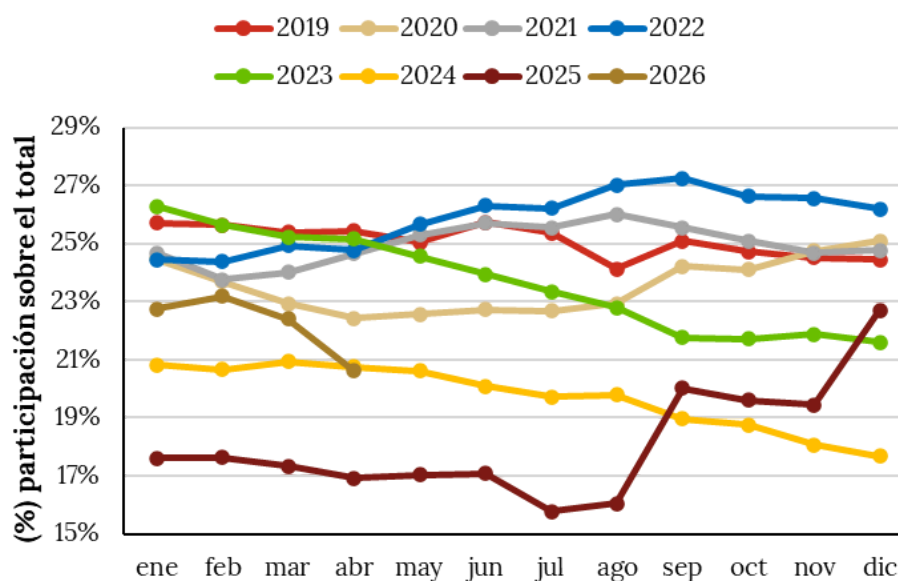
En abril, el saldo total de TES registró una **variación marginal, pero con una recomposición relevante entre tenedores**. El saldo se ubicó en COP\$749.52 billones, con un aumento mensual de COP\$1.58 billones (+0.21% m/m). Por instrumento, los TES en pesos disminuyeron cerca de COP\$2.6 billones, mientras que los TES UVR aumentaron alrededor de COP\$4.2 billones, por lo que el crecimiento neto del mes estuvo explicado principalmente por títulos indexados. En términos anuales, el saldo total aumentó COP\$112.11 billones (+17.59% a/a), manteniendo la tendencia de expansión de la deuda interna.

La recomposición mensual estuvo liderada por agentes locales. Los Fondos de Pensiones y Cesantías aumentaron sus tenencias en COP\$5.20 billones, los Bancos Comerciales en COP\$5.11 billones y las Carteras Colectivas y Fondos Administrados en COP\$4.21 billones. En contraste, los Fondos de Capital Extranjero redujeron su saldo en COP\$13.05 billones y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público en COP\$3.30 billones. Con esto, los fondos de pensiones se mantuvieron como el principal tenedor de TES, con una participación cercana al 29.9%, seguidos por extranjeros con 20.6% y bancos comerciales con 15.1%.

La reducción de extranjeros debe interpretarse con cautela, pues el dato bruto está distorsionado por el cierre progresivo del Total Return Swap (TRS). Parte de los TES registrados en portafolios extranjeros correspondía a colaterales que fueron devueltos a la Nación y posteriormente extinguidos del saldo de deuda. En abril, las operaciones asociadas al TRS habrían explicado cerca de COP\$11.4 billones de la reducción del saldo de TES; por tanto, al aislar este efecto, la venta neta efectiva de extranjeros habría sido cercana a COP\$1.7 billones. Esto sugiere que abril no reflejó una salida estructural masiva, sino una reducción técnica asociada a operaciones de manejo de deuda.

El comportamiento de la curva tuvo dos fases. En la primera mitad del mes, los TES se valorizaron por menores presiones de oferta, recompras, altos precios del petróleo y una lectura política más favorable. Sin embargo, hacia la segunda mitad de abril el mercado corrigió, presionado por la decisión del BanRep, el deterioro de la relación entre el Gobierno y el Emisor, la rebaja soberana, la incertidumbre electoral y la toma de utilidades. En ese contexto, las desvalorizaciones de los TES tasa fija llegaron a ser cercanas a 80 pbs en dos semanas, reflejando un ajuste más amplio de la prima de riesgo local.

Tenencias de los Fondos de Capital Extranjero



Fuente: Minhacienda - Investigaciones Económicas

En conjunto, abril fue un mes de recomposición técnica y repricing de riesgo. La demanda local compensó parte de la reducción bruta de extranjeros, mientras que las recompras, canjes y extinción de colaterales ayudaron a contener la presión de oferta. No obstante, el equilibrio del mercado luce más frágil: la curva sigue incorporando primas elevadas por inflación persistente, estrechez de caja de la Nación, mayor uso de colocaciones directas, sensibilidad electoral y dudas sobre la coordinación institucional.

En detalle, los agentes institucionales locales continuaron siendo el principal soporte del mercado. Los fondos de pensiones fueron los mayores compradores netos del mes, reforzando su papel como estabilizadores de la curva en un entorno de menor participación extranjera. Esta demanda resulta relevante porque la liquidez continúa limitada: el volumen diario promedio de negociación de TES en abril se ubicó cerca de COP\$2.9 billones, similar al promedio del primer trimestre, pero todavía por debajo de los COP\$3.3 billones observados en 2025.

El aumento de los bancos comerciales también fue importante, aunque su lectura es más táctica. El incremento de COP\$5.11 billones sugiere que los niveles de tasa volvieron a ser atractivos para recomponer portafolios, pero no necesariamente implica una señal estructural de mayor apetito por duración. Los bancos suelen ajustar sus posiciones con sensibilidad a liquidez, costo de fondeo y necesidades de balance, por lo que su soporte puede ser menos permanente que el de fondos de pensiones o aseguradoras.

Las carteras colectivas y fondos administrados incrementaron sus tenencias en COP\$4.21 billones, reforzando la idea de que los niveles de tasa alcanzados durante abril activaron demanda local en portafolios administrados. Sin embargo, estos vehículos también pueden amplificar movimientos de mercado si los flujos de entrada o salida de clientes se vuelven más sensibles al entorno electoral o a nuevos episodios de volatilidad en la curva.

En el caso de los extranjeros, la lectura ajustada por TRS sigue siendo central. Aunque el dato bruto muestra una reducción importante, la venta efectiva luce acotada al excluir la devolución y extinción de colaterales. Además, en lo corrido de 2026 los extranjeros aún acumularían compras netas de TES por COP\$11.4 billones en el mercado spot y un aumento cercano a COP\$9.4 billones vía NDF. Esto indica que el apetito externo por duración colombiana no desapareció, sino que parte de la exposición se ha desplazado hacia instrumentos sintéticos, probablemente por mayor flexibilidad táctica.

Del lado del Gobierno, abril estuvo marcado por una gestión activa de pasivos. Las recompras, canjes y operaciones asociadas al TRS redujeron presión de oferta efectiva y ayudaron a suavizar el perfil de vencimientos. La recompra de TES realizada al inicio del mes recibió demandas por COP\$6.5 billones y permitió recomprar COP\$5.4 billones, principalmente en referencias de largo plazo. Este soporte técnico favoreció la curva en la primera mitad del mes, pero no eliminó la presión sobre el costo de fondeo.

El mercado primario confirmó esa exigencia. El Gobierno continuó encontrando demanda, pero a tasas elevadas: la colocación de COP\$900 mil millones en TCO con vencimiento en abril de 2027 tuvo una tasa de corte de 13.45% y una demanda equivalente a 1.7 veces el monto ofrecido. Esto muestra que el mercado mantiene capacidad de absorción, pero exige una prima alta para financiar la caja de corto plazo de la Nación.

El frente inflacionario también limita una compresión sostenida de tasas. La inflación se mantiene por encima de la meta y las expectativas continúan presionadas por la resiliencia de la demanda, los precios de servicios y los riesgos asociados a energía y alimentos. En este contexto, la decisión del BanRep de mantener la tasa en 11.25% redujo el temor a un ajuste adicional agresivo, pero no eliminó la necesidad de que los TES incorporen primas por inflación, liquidez y riesgo fiscal.

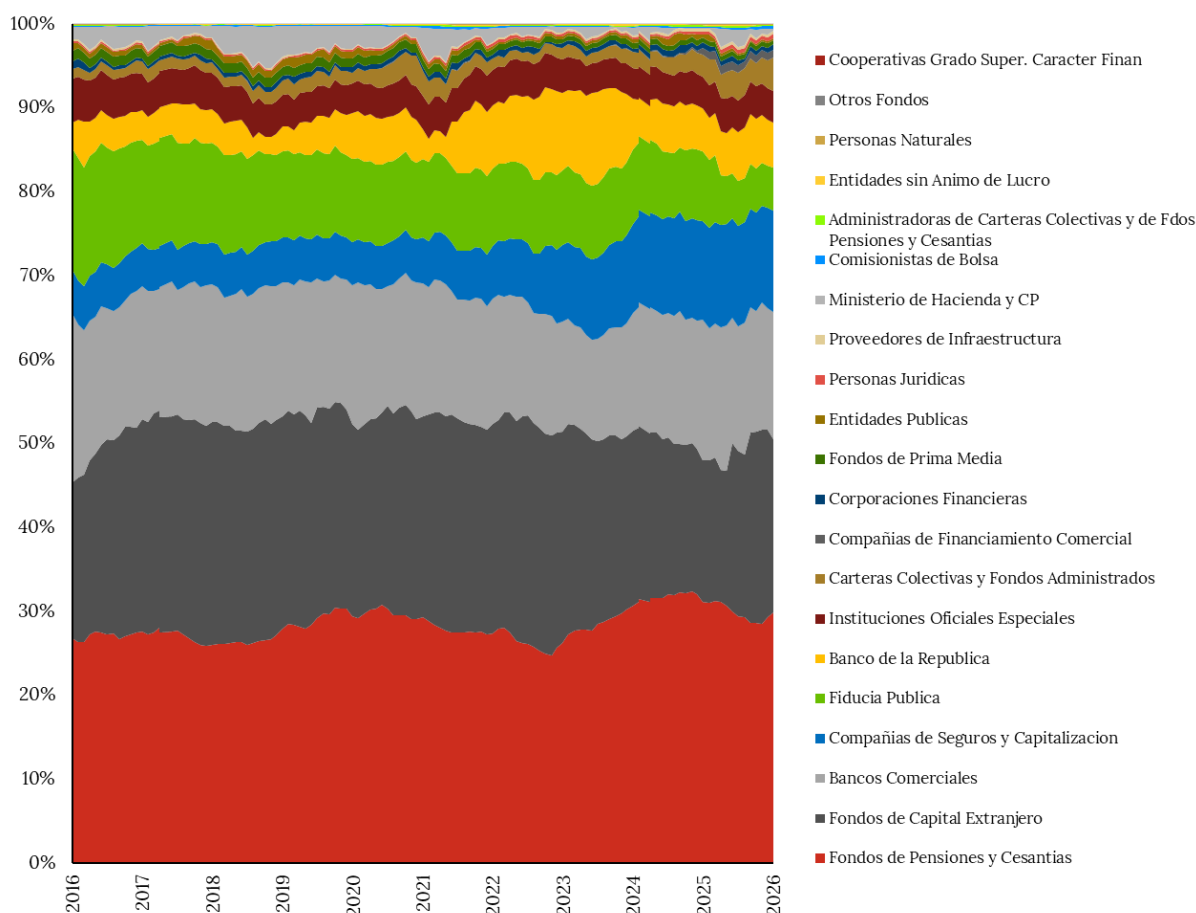
A esto se sumó el ruido regulatorio por el traslado de recursos desde las AFP hacia Colpensiones. La suspensión del decreto redujo el riesgo de una liquidación forzada de bonos, pero el episodio evidenció la sensibilidad del mercado a cambios que puedan afectar la demanda estructural de los fondos de pensiones. Dado que las AFP son el principal tenedor de TES, cualquier choque sobre este segmento puede traducirse rápidamente en mayor volatilidad y mayores primas de riesgo.

Hacia adelante, la estabilidad de la curva dependerá menos del saldo total de TES y más de la calidad de la demanda. Si los fondos de pensiones, bancos y carteras colectivas continúan absorbiendo oferta, y el cierre del TRS reduce la presión técnica sobre el mercado, los niveles actuales de tasa podrían encontrar soporte. Sin embargo, mientras persistan dudas sobre la caja de la Nación, la trayectoria fiscal, la inflación y el proceso electoral, los inversionistas seguirán exigiendo primas elevadas para aumentar duración.

Tabla 1. Tenencias Anuales TES (COP millones)

Entidad	abr-26	mar-26	abr-25	Var. Anual %	Var. Anual \$	Var. Mensual %	Var. Mensual \$	Participación mes pasado	Participación
Fondos de Pensiones y Cesantías	224,374,960.55	219,177,573.95	198,534,373.32	13.0%	25,840,587.23	2.4%	5,197,386.59	29.3%	29.9%
Fondos de Capital Extranjero	154,593,317.99	167,643,495.28	107,787,323.59	43.4%	46,805,994.41	-7.78%	-13,050,177.29	22.4%	20.6%
Bancos Comerciales	112,936,780.34	107,825,740.83	106,204,042.36	6.3%	6,732,737.98	4.7%	5,111,039.51	14.4%	15.1%
Compañías de Seguros y Capitalización	91,310,355.91	89,502,322.59	75,365,573.98	21.2%	15,944,781.93	2.02%	1,808,033.32	12.0%	12.2%
Fiducia Publica	38,196,480.73	37,802,595.20	53,047,642.03	-28.0%	-14,851,161.30	1.0%	393,885.53	5.1%	5.1%
Banco de la Republica	40,380,733.28	40,308,868.20	32,400,586.75	24.6%	7,980,146.53	0.18%	71,865.08	5.4%	5.4%
Instituciones Oficiales Especiales	28,231,991.94	28,251,645.79	24,175,837.86	16.8%	4,056,154.08	-0.1%	-19,653.85	3.8%	3.8%
Carteras Colectivas y Fondos Administrados	29,221,774.19	25,012,027.01	16,726,061.05	74.7%	12,495,713.14	16.83%	4,209,747.18	3.3%	3.9%
Compañías de Financiamiento Comercial	6,784,518.16	7,200,889.08	4,688,488.17	44.7%	2,096,029.99	-5.8%	-416,370.92	1.0%	0.9%
Corporaciones Financieras	5,302,972.78	4,085,309.22	4,389,994.75	20.8%	912,978.03	29.81%	1,217,663.56	0.5%	0.7%
Fondos de Prima Media	4,064,606.56	3,962,278.15	3,973,455.50	2.3%	91,151.05	2.6%	102,328.41	0.5%	0.5%
Entidades Publicas	1,457,467.03	1,451,116.32	2,204,695.13	-33.9%	-747,228.10	0.44%	6,350.71	0.2%	0.2%
Personas Juridicas	4,111,045.31	3,767,536.09	2,148,636.36	91.3%	1,962,408.95	9.1%	343,509.21	0.5%	0.5%
Proveedores de Infraestructura	2,411,312.32	2,421,362.13	1,988,924.28	21.2%	422,388.04	-0.42%	-10,049.81	0.3%	0.3%
Ministerio de Hacienda y CP	2,073,483.04	5,371,581.25	961,013.95	115.8%	1,112,469.09	-61.4%	-3,298,098.21	0.7%	0.3%
Comisionistas de Bolsa	2,040,165.98	2,256,593.08	922,780.07	121.1%	1,117,385.91	-9.59%	-216,427.10	0.3%	0.3%
Administradoras de Carteras Colectivas y de Fdos Pensiones y Cesantías	893,341.26	781,336.06	818,565.25	9.1%	74,776.01	14.3%	112,005.20	0.1%	0.1%
Entidades sin Animo de Lucro	427,690.73	418,066.03	671,062.59	-36.3%	-243,371.86	2.30%	9,624.69	0.1%	0.1%
Personas Naturales	546,154.66	541,629.51	307,099.88	77.8%	239,054.78	0.8%	4,525.14	0.1%	0.1%
Otros Fondos	162,352.09	158,653.29	96,263.39	68.7%	66,088.70	2.33%	3,698.80	0.0%	0.0%
Total general	749,521,504.85	747,940,619.09	637,412,420.25	17.6%	112,109,084.60	0.2%	1,580,885.76	100%	100%

Fuente: Minhacienda - Investigaciones Económicas

Participación tenencia TES


Fuente: Minhacienda - Investigaciones Económicas

Global Disclaimer

Estamos convencidos que todo inversionista debe diversificar sus inversiones en una variedad de clases de activos, en cualquier entorno o tendencia de mercado, así como colaborar permanente y estrechamente con su asesor financiero, para asegurar que su cartera esté adecuadamente estructurada y que su plan financiero respalde sus objetivos a largo plazo, su horizonte temporal y tolerancia al riesgo, aunque, la diversificación no garantiza ganancias ni protege contra las pérdidas. La información que precede, así como las empresas y/o valores individuales mencionados, no constituyen una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, ni una indicación de la intención de comercializar en nombre de Acciones & Valores S.A. cualquiera de los productos que gestiona de cualquier forma. Los pronósticos compartidos fueron contruidos a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de modo que las conclusiones expuestas, así como los análisis que las acompañan no son definitivas. Este documento es de carácter informativo, por lo que no debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa de la sociedad. Acciones & Valores S.A., no se hace responsable de la interpretación de dicha información, dado que la misma no comprende la totalidad de aspectos que un inversionista pudiera considerar necesaria o deseable para analizar su decisión de participar en alguna transacción, dado que se presenta de manera abreviada. Es necesario que los inversionistas, para efectos de contar con la total y absoluta precisión, además de considerar su perfil de riesgo, consulten todos los documentos suministrados a través de la página web, así como por las entidades pertinentes. Igualmente, los inversionistas deberán adelantar, por su cuenta, el análisis financiero y legal para efectos de tomar cualquier decisión de inversión. Los valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables tales como Bloomberg, Reuters y los Emisores. Las calificaciones hechas en el informe no deben considerarse como recomendaciones de inversión ni tampoco como sustitutos a las calificaciones dadas por agencias de crédito certificadas tales como Moody's, Fitch o Standard & Poor's; estas calificaciones son únicamente cuantitativas, no incluyen factores cualitativos y dependen de la información financiera disponible en el mercado en el momento de ser preparadas. Las opiniones, estimaciones y proyecciones en este reporte reflejan el juicio actual del autor a la fecha del reporte, y se aclara que el contenido de la información aquí contenida puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La remuneración de los autores no está asociada a los resultados del reporte ni a las recomendaciones realizadas. La presentación y cualquier documento preliminar sobre los productos aquí mencionados no constituyen una oferta pública vinculante, por lo cual, tanto la presentación como cualquier otro documento pueden ser complementados o corregidos. © 2026 Acciones & Valores S.A.